

■每周基金视野

市场离泡沫尚远 关注增长和通胀

◎华泰联合证券 冷小梅

大盘短期内可能难涨难跌

我们比较担心的是,美元可能成为全球流动性供应的源头,推升全球商品和资产价格。而一旦美元汇率出现波动,则全球资本将从目前的流向新兴经济体迅速逆转,从而给全球经济和资产价格造成冲击(富国)。中国整体相对房价已处于一个较高的水平,从中国的股市和地产这两个主要资产类别来看,政府对地产价格再度大幅上涨的容忍度可能要低于对股市上涨的容忍度。可以预见,加大土地供给显然会成为明年政府平抑地产价格的核心,并会对投机/投资购房者施行较严格的按揭管制,从而降低银行的资产风险。工商银行的市值已远远超过美国前几大银行的市值的总和。如果地产价格下降,结合个人的加大杠杆的过程,将使得银行的不良贷款大幅上升,那么我们现有的银行的估值就存在很大的泡沫。到那时我们就会发现,中国的A股原来也是那么的贵。总之,明年通胀的风险可能不大,但资产价格的风险可能很大(交银施罗德)。

机构投资者兑现利润,信贷年底偏紧,大政策出台,但一些具体政策还有待出台。估值相对合理的大盘股,缺乏大批量资金的撬动,短期内可能难涨难跌,而小盘股估值明显偏高,可能继续调整(华安)。2010年上半年经济和股市处于调整和调整的状态,2010年下半年和2011年上半年将呈现更好的投资机会(华夏)。

市场离泡沫尚远

或者是担心就业的原因,或者是担心税收减少的原因,或者是盯住汇率制度的原因,政府对资产泡沫的态度暧昧,加之社会大众对通胀的强烈预期,由此泡沫有望继续下去(博时)。从估值和市场情绪这两个泡沫主要因素来看,我们并没有看



到中国的股市整体存在泡沫。大家预期的人民币升值明年可能不会发生,因为它既不符合中国也不符合美国的利益。观察热钱就看香港金管局投放港币的数量,流入香港的热钱很快就进入内地(交银施罗德)。从存量上看,资金是相对充裕的。如果证券市场能给予投资者较好的风险回报预期,那么存量资金存在转移配置的可能,这会成为众多投资者期待的跨年度行情的直接催化剂(融通)。考虑到经济强劲复苏的态势已经确立,明年一季度信贷数量对流动性的支撑也比较确定,外部市场在复苏,政策退出没有这么快,前期涨幅较高的中小盘等板块也都有一定的风险释放,同时预期美国上半年不会开始加息。未来3-6个月,市场将整体呈现震荡上行的态势(华安)。尤其明年一季度创新高概率很大(长盛)。

抓住增长和通胀两条主线

由于消费在今年下半年已经取得了明显超额收益,明年一季度的热点可能会围绕投资高增长和通胀两条主线展开(汇

添富)。风格转换的实质并不在于大小盘,而在于产业链中更倾向于下游产业还是中上游产业。偏重下游意味着相对看淡经济总量的增长而着重结构性的机会,偏重中上游则意味着认为经济总量存在过热的倾向(融通/浦银安盛)。

看好银行股和周期性行业投资机会,明年股指期货和融资融券将会出台,正好配合了市场投资风格转向大盘股(交银施罗德)。明年我国GDP的增速有望达到10%以上,仍然看好房地产和制造业投资增长,将继续看好银行板块等估值较低的大盘股(华夏)。因前期热点消费医药化工等股票涨幅过高,这类股票估值已比较贵,预计未来风格将由小盘切换到银行、保险等行业(景顺长城/长盛)。建议逢低吸纳估值较低的大盘蓝筹(上投摩根)。银行的相对估值到了历史的最低水平,银行的机会就在于估值低,银行的成长性相比前几年肯定会降下来。如果大家担心的资产质量问题是多虑的话,银行会有大机会。新能源没什么好预期的了,当经济都不好的时候,炒新能源概念是资金的博弈行为,经济转好后,这种东西的吸引力会下降(兴业全球)。

■嘉实视点

颠覆传统： 基本面指数在海外的的发展

战胜市场是建立组合投资的目标之一,如何用低廉的成本实现这一目标是学术界和投资界一直研究的主题。从全球过往投资的统计数据中显示,绝大多数的主动式基金经理人长期而言很难有效地持续打败指数的投资绩效,因此,指数化投资是低成本运作的重要方式,但传统的指数化投资往往很难战胜跟踪的指数。

很多人发现了这样一个道理:市场并非总是有效的。因而价格并不总是价值的最好体现,很多公司被高估了,当然也有公司被低估了。但传统市值加权指数会被动地多买被高估的股票,少买被低估的股票,因此造成指数投资绩效的落差。现实教训以美国思科(Cisco)公司为例。1997年互联网泡沫产生之前,思科在标准普尔500指数的权重为0.3%,而到了1999年,其权重上升到3%。尽管有部分投资者意识到了思科被明显高估,但是被动跟踪指数的传统指数基金,无法调整组合中思科的权重,也只能被动地投资于像思科这些被市场高估的股票。2000年互联网泡沫破裂后,思科的股价下跌超过70%,传统指数基金无一例外地遭受了巨大的损失。

正因为这一现象的存在,美国学者罗伯特·阿诺德等人2004年率先提出了基本面指数投资理论,并由旗下锐联资产管理公司于2005年推出相应基本面指数投资产品。这一理论刚推出时受到金融理论界和投资界的广泛关注,并引发巨大争论。支持者认为基本面指数是指数化投资和主动管理的完美结合,而其反对者认为基本面指数投资不是真正的指数投资不应叫做指数。无论是支持者还是反对者都承认基本面指数策略是金融投资的重大创新。

在国际市场上,指数化投资逐步进入策略型的领域,基本面指数(Fundamental Indexation)创新性地以噪音市场假说和价格均值回归为理论基础,结合了主动投资和被动投资的优点,其凭借清晰的概念受到投资者的青睐。基本面指数推出后在实证界和应用层面也获得了很好的反响。

编制基本面指数的要点之一是筛选基本面指标,以取代传统的市值加权。这种衡量方法既有会计理论的支持,又有美国和其他发达国家历史数据的佐证。

基本面指数投资策略,通过引入与股价无关的“基本面价值”计算权重来代替市值权重。经过理论与实证研究,该策略筛选出了与市场估值无关的几项基本面指标,包括公司的现金流、销售额、毛利、分红等,根据这几项指标的排序构造权重,并加以综合构建指数。通过估计价值权重在被动投资的过程中引入主动投资的成分,打破传统市值加权指数中投资权重与市值(股价)的关联,使上市公司的真实价值在指数中得以合理体现,从而使指数的整体收益率得到增强。

连明星基金经理彼得·林奇也感叹,只有少数基金经理能长期战胜市场。数据显示,基本面指数投资策略在美国市场取得持续长期超额收益。从1962年到2008年,基本面指数只有在70年代末的Nifty 50泡沫、90年代初的生物技术泡沫和1999年的互联网泡沫中暂时落后于市值加权指数,在其他时间都获得了明显的超额收益。世界其他22个发达国家不同市场的实证研究也表明,基本面指数在发达国家市场上的优越性是稳固的。

在不同市场环境下基本面指数投资策略都能产生长期持续的超额收益,尤其是在发达程度低的市场,其超额收益更为明显。在美国市场,基本面指数投资策略产生的年化超额收益率为2.1%,欧洲市场为2.8%,日本市场为3.1%,全球市场达到了3.6%,而在新兴市场的投资业绩则超过传统指数更多。全球各地市场的实证资料也证明基本面指数的投资绩效高于传统市值加权指数。

目前,美国已推出包括多样化股票、行业性股票、美国海外股票等数十只基本面指数基金,其中以ETF形式为主。在海外市场,通过基本面指数投资策略管理的资产在短短4年间发展到近300亿美元,是近年来规模增长最快的指数化投资产品。在国内正在发行的嘉实中证锐联基本面50指数基金问世,将填补国内基本面指数基金的空白。

华夏基金 2009-2010 养老基金论坛日前举行

三投资总监“沙盘推演”明年投资

◎本报记者 王文清 杨子

2009年12月11日,华夏基金在京举办了题为“全球视野下的中国动力”的养老基金论坛。参加会议的包括劳动保障部、银行、经济学家等专业人士。会上,华夏基金三位投资总监对2010年的企业年金运作、股票市场、债券市场以及宏观经济和企业盈利情况做了概括性预测。

华夏基金机构投资总监郭树强表达了自己对企业年金运作特点的看法,他认为,追求低风险、绝对收益的管理企业年金有自己独特的运作特点,不同的账户有不同的风险需求,这使得风险管理极为重要,需要在风险和收益中取得平衡。对于2010年市场情况,郭树强的判断是,物价水平是影响市场的核心因素。如果物价稳定,那么意味着经济运行还处在合理区间;反之,如果出现严重通货膨胀,对经济秩序的影响都是巨大的。从目前企业盈利统计情况来看,2010年比2009年将有明显改善,这意味着在对企业更深入研究的基础上,发觉有价值的潜力企业,会大大提高获得超额收益的可能性。对整个企业年金运作来说,郭树强认为,2010年将会是个充满着投资机会的年份,当然也面临着严格的风险控制的考验。

接下来,华夏基金固定收益总监杨爱斌

对宏观经济做了展望,他认为,固定资产投资仍将是2010年中国经济增长的重要推动力。今年,因为中央和地方非常积极的投资政策,已新开工项目完全能够支持明年的固定资产投资仍维持在一个比较高的水平。出口行业是杨爱斌认为可能存在给投资带来惊喜的行业,如果目前人民币汇率继续维持盯住美元策略的话,对出口可能是个利好。

对于2010年债券市场,他认为债券市场投资最困难的时候是2009年上半年,在2010年,华夏基金的固定收益投资策略仍基于利率策略、信用策略和对可转债投资这三点之上。他认为:利率市场不会带来比较高的回报,目前十年期的债券利率在3.6%左右,这就要有足够的耐心等待经济过热的信号出现,等待新一轮加息政策的到来;在信用策略上,明年债券市场的机会,来自于信用利差下降带来的投资机会;转债方面,二级市场由于严重供不应求,估值偏高,预计一级市场会带来自来比较好的投资机会。

最后,华夏基金投资总监刘文动做了“2010年华夏基金股票市场投资策略”的报告。他主要分析了当前市场的四个问题。第一,全球经济再平衡的前景和中国投资的持续性。对此他表示,尽管存在一些结构性的原因如人口结构、收入分配差距、社会保障体系以及传统文化中提倡储蓄等因素

仍制约着国内消费,但中国对外需的过度依赖一定程度上也是过去几年对内需压制的结果。原因是在投资方面,中国仍然存在结构性的增长动力,特别是与中国城市化加速密切相关的基础设施、公共服务及房地产方面的投资,在过去几年宏观经济经常性处于过热的环境中,不可避免地成为政府调控的对象,很大程度上受到了抑制。因此,在外需下降的背景下,本轮投资某种程度上有其合理性,是对前几年投资受到压制的一种补偿和释放。第二个问题,2010年经济增长企业盈利情况到底如何。他预期2010年经济增长率会大大好于2009年,特别是名义GDP的增长率很有可能从今年5-6%上升至明年的13%-15%。由于利润是名义值,名义增长率的这种大幅度反弹必将推动企业盈利在2010年有比较大的增长。他的第三个问题是探讨盈利增长预期在多大程度上已经反映到了股票市场中。最后一个问题是,股票市场超预期的地方来自哪里。他认为,美联储在大概率上仍会保持宽松的货币政策立场。届时美元或其他发达国家货币涌入包括中国在内的新兴市场,将催生新兴市场的泡沫,这是经济潜在的上行风险。虽然,资本流入在短期对新兴市场的企业盈利和股票估值都存在正面的影响,但相对长一点看,两者又都孕育着大幅调整的风险。